



海峡大结局？

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）
songxuetao@gjzq.com.cn zhaohonghe@gjzq.com.cn

海峡大结局？

基本内容

随着特朗普上周末再次发出关键 TACO 信号，本轮围绕霍尔木兹海峡控制权展开的争夺战有望进入收尾阶段。短期看，如果局势缓和、油价回落，美联储有机会在 9 月避免加息；长期看，海峡制度的安排可能成为一个标志性历史事件，引发一系列地缘反应。我们回答几个关键问题。

风险提示

1) 中东地缘局势错综复杂、海峡安排涉及大量国家利益，有可能发生预期之外的情况；2) 如果美国或伊朗方面不遵守协议内容，可能导致双方冲突再起、海峡持续封锁。



随着特朗普上周末再次发出关键 TACO 信号，本轮围绕霍尔木兹海峡控制权展开的争夺战有望进入收尾阶段。短期看，如果局势缓和、油价回落，美联储有机会在 9 月避免加息；长期看，海峡制度的安排可能成为一个标志性历史事件，引发一系列地缘反应。

1. 特朗普为何又要 TACO?

中选形势岌岌可危，特朗普耗不下去了。

经济上，表面看，近期特朗普压力指数只是上升到了 6 月以来的相对高位，低于前两次 TACO（3 月底和 5 月中下旬）时的水平，主要是汽油价格上涨幅度有限。但实际上，美联储加息概率、美债利率水平、美股脆弱性都比之前更高。

政治上，共和党至少丢掉众议院的概率超过 85%，被横扫的概率超过 45%，民调持续在最低水平附近徘徊。“共和党在中选获胜”已经是一张虚值期权，只剩时间价值，哪怕维持现状，期权价值都会一天天萎缩，直到三个月后成为一张废纸。

军事上，美军已经消耗了过多的远程精确导弹和防空导弹，如果军事冲突继续，进攻端将不得不依赖近距离低空轰炸，防御端对伊朗导弹和无人机的拦截效率将会下降，这都意味着更高的人员伤亡风险，是特朗普不可承受之重。

2. 既然都要输，特朗普还在意中选吗？

在意，这不是“输”或“赢”那么简单。

由于市场对中选的的关注点主要在于特朗普在中选后的影响力，包括对关税、财政、弹劾等议题的影响，因此可以将中选结果简化为两党议员在两院的席位数对比，谁多谁就“赢”。既然大概率要“输”，似乎中选对特朗普就不那么重要，不妨跟伊朗继续耗下去。

实际上，特朗普面对的问题要复杂得多，这关乎他的党内影响力和政治遗产。中选是国会两院的议员选举，先党内初选、再两党终选，特朗普能否在初选和终选中对自己偏好的共和党议员提供足够支持，不仅影响两党议员席位数，也关乎党内议员对自己的忠诚度。

试想，即便共和党拿下多数席位，但大量议员跟自己“唱反调”（类似第一任期），倒不如确保议员的忠诚度。哪怕两年后特朗普卸任，他仍可以在美国政坛保留相当的影响力，这更关乎特朗普家族的命运。

3. 海峡安排会是什么样？

既要满足伊朗的利益诉求，又能让特朗普面子上过得去。

伊朗的首要诉求是地缘影响力，其次是经济利益，根本在于对霍尔木兹海峡的控制力，即影响全球能源供应的能力，而且是要得到国际社会的认可，而不是像现在要靠武力逼迫，这意味着要形成一份关于海峡通行制度的规范协议，填补 6 月美伊谅解备忘录的空白。

一是海峡如何管理。此前阿曼曾提出联合管理方案，核心是两国均等划分航道，且借鉴马六甲模式，自愿捐款/缴费、不强制收费，被伊朗拒绝。伊朗的提案是，入港航线必须完全由伊朗控制，出港航线可以由双方共管，从而让伊朗能够监管双向交通。

最终情况有可能是折中，例如伊朗独立管理入港航线，阿曼独立或大部分管理出港航线，名义上也是两国共管，实际上想要入港就得先经过伊朗允许。这种方案，既可以让伊朗在实质上拥有海峡控制权，也可以在名义上兼顾特朗普的面子。

二是海峡如何收费。大致有两种方案，一种是美国直接用经济利益换伊朗不收费，例如向伊朗释放被冻结的资金。目前伊朗被冻结的资金达到百亿美元量级，如果美国允许解冻，换取伊朗在特朗普任期内不收费，这笔账也不亏。如果特朗普反悔，伊朗再顺势收费。

另一种是设立所谓“自愿基金”，由海湾国家和部分欧洲国家支付费用，用于支付海峡的管理、环保、搜救等成本。由于美国不怎么使用霍尔木兹海峡，可以几乎不缴费，而且名义上是自愿，这也可以保全特朗普的面子，只是对于海湾和欧洲国家来说属于“无妄之灾”。

4. 胡塞会罢兵休战吗？

应该不难，胡塞仍是伊朗的代理人，伊朗有较强影响力。

胡塞之所以介入此次冲突，可能要追溯到巴基斯坦与沙特去年 9 月签订的共同战略防御协议。根据协议，第三方向两国任何一国的攻击将被视为“对两国的侵略”，因此，如果伊朗与沙特交战，巴基斯坦将被迫卷入。据报道，巴基斯坦在 3 月底斡旋伊朗达成一项协议，允许伊朗石油运往巴基斯坦，条件是伊朗停止攻击沙特，这份协议在美国启动对伊朗的海上封锁之后价值连城。

因此，在 7 月初以来的本轮冲突中，伊朗对直接攻击沙特非常克制。但是，沙特既是美军在中东作战的重要枢纽，又可以通过红海绕开霍尔木兹海峡出口能源，伊朗出于限制美军行动、抬高能源价格的目的，动员胡塞介入、甚至一度



宣称封锁曼德海峡，就比较合理。

反过来说，既然伊朗仍然对胡塞有较强的影响力，那么给予适当的经济和军事利益，调停胡塞和沙特的冲突应该不难，难度不高于特朗普约束以色列。

风险提示

- 1) 中东地缘局势错综复杂、海峡安排涉及大量国家利益，有可能发生预期之外的情况；
- 2) 如果美国或伊朗方面不遵守协议内容，可能导致双方冲突再起、海峡持续封锁。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究